

证券研究报告·上市公司简评

水务

高管增持，公司长期发展信心十足

事件

高管增持公司股份

公司董事、副总经理蒋国良、浦燕新、周丽烨以及监事朱卫兵计划在未来 12 个月增持公司股份，增持金额分别不少于 2800 万元、3000 万元、2500 万元和 1200 万元。

简评

投入巨资增持公司股份，体现了高管对公司未来发展的坚定信心
 此次增持计划四位高管增持总金额达 9500 万元，超过四位高管年薪总额的 50 倍，可见此次增持力度是非常之大，充分体现高管层对公司当前价值的认可，同时也表明高管层对公司未来发展的坚定信心。增持后，高管对公司经营管理的积极性将进一步提高，带领公司快速成长壮大。我们认为近期股价将成为未来一段时间公司股价的底部。

四季度以来新订单获得加速状态，印证我们前期判断

2014 年四季度以来，公司连续获得贵州赤水污水处理项目、太原渗滤液项目、杭州餐厨项目、密云垃圾污水项目、沈阳渗滤液项目、富春污水处理项目等，公司已公告的大项目总金额已达 4.09 亿元，项目获得呈加速状态。近期，PPP 指导意见、推进第三方治理的意见等众多政策出台，环境治理需求进一步释放，另外 2015 年为十二五考核之年，地方政府为完成十二五目标，存在加速招标的可能，公司明年的新订单有望超预期。

业务布局逐步拓宽，综合环保平台蓄势待发

公司除了在原有垃圾渗滤液处理业务继续保持国内领先之外，近年来先后布局了餐厨垃圾、生活垃圾填埋、污水处理、污泥处理、土壤修复、危废、农业废弃物沼气资源化等领域，且布局的各个领域均已取得突破，均有在手项目正在执行。公司逐步从单一渗滤液处理转型综合性环保平台，成为整体环保服务解决方案提供商，公司业务的拓宽不仅可以规避业务集中带来业绩波动风险，同时也为公司长期发展注入强大动力。

收购杭能环境的协同效应将体现，农业废弃物资源化是未来前途光明

杭能环境是厌氧发酵、农业废弃物沼气利用的龙头企业，随着收购后的整合的完成，公司与杭能的协同效应将逐步体现。APEC 期间中美发布《中美气候变化联合声明》，中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值，未来一段时间低碳化是我国经济发展的主基调。农业废弃物沼气资源化利用符合低碳发展的大方向，有望的得到政策的大力扶持，农业废弃物资源化利用前途光明。

请参阅最后一页的重要声明

维尔利 (300190)

维持
增持
李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

万炜，CFA

wanwei@csc.com.cn

010-85130726

执业证书编号：S1440514080001

发布日期：2015 年 1 月 21 日

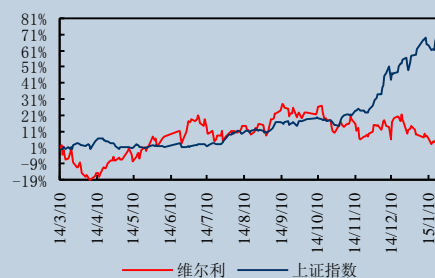
当前股价：26.28 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.78/-6.86	-1.68/-37.22	19.71/-38.55
12 月最高/最低价 (元)			30.25/19.32
总股本 (万股)			17406.04
流通 A 股 (万股)			15392.45
总市值 (亿元)			45.74
流通市值 (亿元)			40.45
近 3 月日均成交量 (万)			277.44
主要股东			
常州德泽实业投资有限公司			51.94%

股价表现



相关研究报告

14.11.14 餐厨又下一城，看好公司明年发展

14.10.24 略低于预期，未来看新订单拓展

市政污水领域再发力，业务拓展至小城

[HTTP://WWW.RESEARCH.CSC.COM.CN](http://www.research.csc.com.cn)



盈利预测与投资建议

预测 2014-2016 年 EPS 为 0.62、0.84 和 1.05 元，对应于 PE 为 42.4、31.3 和 25 倍。十分看好公司未来几年的发展，维持“增持”评级，近期予以重点关注。

风险提示

1) 项目推进不及预期；2) 政府财政状况恶化导致应收账款大幅增加。

预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入（百万）	278.31	716.30	1017.02	1298.02
营业收入增长率	-21.50%	157.38%	41.98%	27.63%
EBITDA（百万）	39.85	161.62	237.30	299.96
EBITDA 增长率	-51.78%	305.57%	46.83%	26.41%
净利润（百万）	28.88	108.50	146.56	181.87
净利润增长率	-57.53%	275.66%	35.08%	24.09%
ROE	2.92%	10.22%	12.19%	13.20%
EPS（元）	0.18	0.62	0.84	1.05
P/E	146	42.4	31.3	25.0
P/B	3.52	3.85	3.40	2.97
EV/EBITDA	81.16	26.89	19.61	14.86

表 1：公司 2014 年 4 季度以来获得的项目

公告日期	项目名称	合同金额（万元）
2014.11.01	赤水市乡镇污水处理厂建设项目	5676
2014.11.12	渗滤液处理设备采购	2280
2014.11.14	杭州市餐厨垃圾处理一期工程设计采购施工（EPC）总承包	10378
2014.12.03	密云县垃圾综合处理中心-污水处理系统项目	5553
2014.12.27	沈阳市老虎冲生活垃圾卫生填埋场渗沥液处理工程设备采购总承包	6987
2015.01.17	桐庐富春污水处理有限公司（一期、二期 TOT，一级 A 提标改造工程 BOT）项目	10000
合计		40874

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：公司总收入和分项收入预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	278.3	716.3	1017.0	1298.0
营业成本	175.9	435.6	628.6	809.0
毛利率	36.8%	39.2%	38.2%	37.7%
其中：环保工程收入	115.4	378.6	570.4	768.8



成本	77.3	246.5	371.3	500.5
毛利率(%)	33.0%	34.9%	34.9%	34.9%
环保设备收入	94.2	106.4	122.4	138.3
成本	60.0	66.5	76.5	86.5
毛利率(%)	36.3%	37.5%	37.5%	37.5%
运营服务收入	51.4	60.0	70.0	80.0
成本	28.1	32.5	37.9	43.3
毛利率(%)	45.3%	45.9%	45.9%	45.9%
技术服务收入	1.4	5.3	8.0	10.0
成本	0.3	0.6	0.8	1.0
毛利率(%)	81.5%	89.6%	89.6%	89.6%
BOT 项目收入	15.9	16.0	49.6	60.1
成本	10.2	9.6	29.8	36.0
毛利率(%)	35.9%	40.0%	40.0%	40.0%
杭能环境收入		150.0	196.6	240.8
杭能环境成本		80.0	112.3	141.7
毛利率(%)		46.6%	42.9%	41.1%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部预测



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

万炜：环保与公用事业、煤炭行业研究员，华中科技大学经济学硕士，2014年加入中信建投证券研究所。

报告贡献人

卢华权 010-85159292 luhuaquan@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhoulili@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622